

Институт экономики и организации промышленного производства СО РАН
пр. Акад. Лаврентьева, 17, Новосибирск, 630090, Россия
E-mail: dement@ieie.nsc.ru

ПЕНСИОННЫЕ НАКОПИТЕЛЬНЫЕ РЕФОРМЫ, ФИНАНСОВАЯ СФЕРА И СБЕРЕЖЕНИЕ В ЭКОНОМИКЕ США

В работе представлен обзор американских пенсионных реформ 80–90-х гг. прошлого века, ее целей и текущих результатов. Рассматривается нынешнее состояние частных пенсионных фондов. Особое внимание уделяется неудачам пенсионных реформ в повышении совокупного сбережения в экономике. Тем не менее, инвестирование возросших пенсионных накоплений в корпоративные акции и облигации оказало существенное воздействие на структуру финансовых рынков.

Ключевые слова: накопительные пенсионные системы, реформа, домашние хозяйства, сбережение, пенсионные фонды, финансовые рынки, акции, облигации, ипотека.

На рубеже 1970–1980-х гг. в США, Великобритании и ряде других стран Запада были осуществлены глубокие реформы в системе пенсионного страхования. С их помощью предполагалось решить целый ряд взаимоувязанных задач: улучшить пенсионное обеспечение пожилого населения в условиях неблагоприятной демографии, увеличить национальное сбережение, развить финансовые рынки, направить пенсионные деньги в реальный сектор экономики, достичь устойчивости государственного бюджета. В основу реформ было положено налоговое стимулирование добровольного участия населения в частных накопительных пенсионных программах (планах).

Обязательные государственные системы в США и большинстве других стран устроены по распределительному принципу, когда пенсионные взносы работающих сразу же используются для выплаты текущих пенсий. В накопительных системах пенсионные взносы аккумулируются на индивидуальных счетах их участников, инвестируются и только впоследствии, когда участник достигает пенсионного возраста, используются вместе с инвестиционными доходами для пенсионных выплат. В накопительных пенсионных системах, в отличие от распределительных, могут накапливаться громадные денежные ресурсы с их дальнейшим выходом на финансовый рынок.

Налоговые льготы, а также создание систем страхования пенсионных вкладов породили в 80–90-х гг. бурный рост частных пенсионных фондов в США, а также ускоренное развитие финансовой сферы и глубокие институциональные изменения в ней. Сильно изменились структуры сбережения и распределения собственности в экономике. Фонды, аккумулирующие пенсионные накопления широких слоев населения, стали важнейшим инвестором в экономике США.

Однако другая важнейшая цель пенсионных реформ – повышение уровня совокупного сбережения в экономике – не была достигнута. Следует отметить, что любая пенсионная реформа может лишь смягчить, но не решить проблемы в системе пенсионного страхования, возникающие в связи неблагоприятной демографией. Если сейчас одного пенсионера, говоря попросту, кормят два работающих, а через тридцать лет будет кормить один работающий, то этот неблагоприятный для экономики факт не зависит от вида пенсионной системы. Тем не менее, если пенсионная реформа способствует росту инвестиций в экономику, тогда через тридцать лет за счет дополнительного роста фондовооруженности труда на одного работающего будет приходиться больше продукции, которую и придется делить между ним и пенсионером. Таким образом, остроту пенсионных проблем, возникших в связи с неблагоприятными демографическими тенденциями, накопительные реформы помогут снизить в том случае, если они будут способствовать росту совокупного сбережения в экономике. Многие экономисты считают очевидным то, что накопительные пенсионные системы в большей мере способствуют росту сбережения по сравнению с распределительными системами. Однако

практика пенсионных реформ в США, Великобритании и некоторых других странах не выявила их преимуществ в стимулировании сбережения: в ходе осуществления реформ уровень сбережения в экономике не только не повысился, но даже заметно упал. На рубеже XX и XXI вв. появились работы Н. Барра [1], П. Орсага и Дж. Стиглица [2] и других экономистов, имевших прямое отношение к формированию реальной экономической политики в государственных структурах США, ВБ и МВФ. Не отвергая в принципе накопительные пенсионные системы, эти авторы считают, однако, что целый ряд утверждений (мифов) об их преимуществах, циркулирующих в литературе и распространяемых в обществе, не доказаны ни теоретически, ни эмпирически.

Ниже исследуется опыт пенсионных накопительных реформ в США. Основная часть используемых статистических данных взята из материалов Совета управляющих Федеральной резервной системы США [3]. Использовались также статистические материалы Бюро экономического анализа Отдела коммерции США [4] и Института инвестиционных компаний [5–7] и другие источники.

Пенсионные накопительные реформы в США

Частные пенсионные планы в США существуют давно и с некоторой долей условности делятся на два вида – с установленными выплатами и установленными взносами. Пенсионные резервы в ЧПП с установленными выплатами накапливаются, как правило, за счет корпораций. В таких планах работодатель гарантирует вполне определенные выплаты своим работникам по достижении пенсионного возраста. В рамках ЧПП с установленными взносами каждый застрахованный работник имеет индивидуальный счет, который пополняется за счет добровольных взносов как работника, так и работодателя. Работник сам выбирает способ инвестирования пенсионных накоплений, и его будущие пенсионные доходы всецело зависят от суммы, накопленной на его счете.

В результате пенсионных реформ, начатых в конце 70-х гг. прошлого века, появился целый ряд новых пенсионных инструментов: пенсионные планы типа 401(k), личные пенсионные счета, разнообразные виды пенсионных аннуитетов.

Планы типа 401(k) относятся к ЧПП с установленными взносами. Их участник может внести некоторую часть заработной платы на свой пенсионный счет с вычетом этой части из его налогооблагаемого дохода (в 2008 г. верхний потолок для необлагаемого налогом годового пенсионного взноса составляет 15 500 долл.). Предусмотрены налоговые льготы и для работодателя, вносящего взносы на счет работника. Инвестиционный доход в рамках планов 401(k) также не облагается налогом до выхода на пенсию. В 2007 г. все ЧПП охватывали около 60 % домохозяйств США [5], в них был сосредоточен 5 821 млрд долл. пенсионных резервов.

Для граждан, не участвующих в ЧПП, реформы предоставили возможность самостоятельно открывать личные пенсионные счета (ЛПС) в банках, взаимных (паевых) фондах и страховых компаниях. Ныне существует несколько видов ЛПС, но их подавляющую часть (почти 90 %) составляют так называемые традиционные ЛПС, которые в отношении налоговых льгот мало отличаются от планов типа 401(k). В 2007 г. 39,8 % домашних хозяйств США имели личные пенсионные счета [5] на сумму в 4 747 млрд долл.

В ходе пенсионных реформ были введены налоговые льготы и для пенсионных аннуитетов в страховых компаниях. Клиентам предоставляется выбор среди трех основных видов аннуитетов: фиксированных, индексных и переменных. В фиксированном аннуитете процент доходности накоплений заранее оговаривается в договоре со страховой компанией. В индексном аннуитете процент привязывается к публикуемым в США фондовым индексам. И, наконец, в переменном аннуитете владелец сам принимает участие в размещении своих средств в конкретный набор ценных бумаг. По сравнению с планами типа 401(k) и ЛПС, пенсионные аннуитеты менее популярны среди населения США, в 2007 г. пенсионные накопления в их рамках составили 2 527 млрд долл.

Взаимные фонды и страховые компании как посредники в инвестировании пенсионных сбережений

Хотя взаимные фонды в США имеют многолетнюю историю, на первый план они выдвинулись в ходе накопительных пенсионных реформ. Если в 1980 г. активы взаимных фондов оценивались в 62 млрд долл. (табл. 1), то к 2007 г. их объем возрос до 7 798 млрд долл., т. е. в 126 раз. Для сравнения, ВВП США вырос за этот период в 4,9 раза. С середины 90-х гг. взаимные фонды стали играть ключевую роль на рынках корпоративных ценных бумаг и пенсионных денег, потеснив здесь даже пенсионные фонды.

Таблица 1

Взаимные фонды в 1980–2007 гг., млрд долл. *

	1980	1990	2000	2005	2007
Все финансовые активы	62	608	4 433	6 049	7 830
Инструменты кредитного рынка	17	360	1 103	1 747	2 203
Корпоративные и зарубежные облигации	8	59	362	699	972
Корпоративные акции	42	233	3 227	4 176	5 477
Паи в рыночных ценах	62	608	4 433	6 049	7 830
Домашние хозяйства	52	512	2 704	3 840	5 136
Пенсионные фонды	7	48	1 310	1 647	1 908
Личные пенсионные счета во взаимных фондах	...	98	1 048	1 435	1 907

* Таблица составлена на основе табл. L.122, L.214 и L.225.i из [3].

Взаимные фонды в США задумывались как передаточное звено в потоке инвестиций со стороны домохозяйств (большой частью со средними доходами) в корпоративный сектор экономики. Финансовые ресурсы отдельного представителя среднего класса невелики, и ему дешевле и удобнее покупать высокодоходные, но рискованные корпоративные акции через взаимные фонды, а не выходить в одиночку на рынок этих бумаг. В 2007 г. среди пайщиков взаимных фондов было около 51 млн домохозяйств (44 % всех домохозяйств США). Средний доход пайщика-домохозяйства составлял 74 тыс. долл. [7]. Подавляющую часть привлеченных средств взаимные фонды инвестировали в корпоративные акции (69,9 %) и корпоративные облигации (12,4 %).

Своим колоссальным ростом взаимные фонды были обязаны, в первую очередь, резко возросшему притоку пенсионных сбережений населения. Так, в 2007 г. домохозяйствам через пенсионные фонды и личные пенсионные счета принадлежало 49 % паев во взаимных фондах (см. табл. 1) и еще около 2 % – через пенсионные аннуитеты в страховых компаниях. Как видно, примерно половина денежных средств, привлеченных взаимными фондами, приходилась на пенсионные накопления населения.

Пенсионные накопительные реформы способствовали также весьма значительному росту страховых компаний. За 1981–2007 гг. средства, накапливаемые в рамках пенсионных аннуитетов, увеличились в 14,7 раза, а их доля во всех ресурсах, привлеченных страховыми компаниями, выросла за это время с 39,3 до 54,2 %. К концу 2007 г. обязательства страховых компаний достигли 4662 млрд долл., из которых 2527 млрд долл. приходилось на пенсионные резервы.

Как и взаимные фонды, страховые компании инвестируют основную часть своих ресурсов в корпоративный сектор. Так, в 2007 г. на корпоративные акции приходилось 30,1 % активов страховых компаний, а на корпоративные облигации, включая зарубежные, – 38,2 %.

Ипотечный рынок во время пенсионных реформ

Параллельно с развитием пенсионного рынка в США бурно росло ипотечное (под залог недвижимости) кредитование. Оба процесса в какой-то мере дополняли друг друга, поскольку

ку пенсионные фонды предлагали «длинные» деньги, а ипотечные организации испытывали потребность в них. За 1981–2007 гг. сумма ипотечных кредитов возросла в 10 раз – с 1 458 до 14 603 млрд долл. (табл. 2).

Ипотечный рынок США состоит из двух частей – первичного и вторичного рынка. На первичном рынке банки и другие сберегательные учреждения предоставляют кредиты под залог недвижимости. Поскольку ипотечные кредиты выдаются на длительные сроки, то банки-кредиторы могут испытывать затруднения с ликвидностью. В этих случаях они продают часть залладных (требований по ипотечным кредитам) специализированным корпорациям.

Таблица 2

Ипотечный рынок в 1980–2007 гг., млрд долл. *

	1980	1990	2000	2005	2007
Распределение по видам					
Все ипотечные кредиты	1 458	3 798	6 786	12 096	14 603
Под залог домов	958	2 621	5 126	9 374	11 158
Под коммерческие залогии	260	821	1 171	1 933	2 490
Под прочие залогии	240	356	489	789	955
Распределение по видам заемщиков					
Все ипотечные кредиты	1 458	3 798	6 786	12 096	14 603
Домашние хозяйства	941	2 586	4 945	9 067	10 790
Нефинансовый бизнес	514	1 207	1 758	2 884	3 656
Прочие заемщики	3	4	83	145	157
Распределение по видам кредиторов					
Все ипотечные кредиты	1 458	3 798	6 786	12 096	14 603
Коммерческие банки	263	849	1 660	2 958	3 646
Сберегательные институты	594	802	723	1 153	1 095
Пулы под спонсорством государства	215	1 176	2 758	4 131	5 107
Эмитенты облигаций ABS	0	68	618	2 130	2 918
Прочие кредиторы	386	903	1 027	1 724	1 838

* Таблица составлена на основе табл. L.217 из [3].

Последние формируют из однотипных залладных пулы и затем от своего лица выпускают ипотечные бумаги под залог пулов. Операции с залладными и с ипотечными бумагами составляют вторичный ипотечный рынок.

Декларированными целями федерального правительства на ипотечном рынке являются стимулирование и регулирование рынка жилья, обеспечение собственным жильем широких слоев населения путем предоставления льгот малоимущим семьям. Оно контролирует и поддерживает на вторичном рынке несколько частных специализированных корпораций, выпускающих ценные бумаги под общим названием Agency- and GSE-backed securities. Привлекаемые такими корпорациями деньги используются для ипотечного кредитования и, в меньшей степени, для финансирования других программ, пользующихся приоритетом правительства. Особо велика роль агентств-корпораций «Фэнни Мэй», «Фрэдди Мак», пользующихся налоговыми и кредитными льготами, гарантиями и другими привилегиями со стороны правительства. Их бумаги по надежности и ликвидности мало чем уступают государственным ценным бумагам. За годы пенсионных реформ объем бумаг Agency- and GSE-backed securities вырос в 27 раз и в 2007 г. составил 7 376 млрд долл., из которых 4 464 млрд долл. приходилось на ипотечные бумаги. Заметная часть бумаг Agency- and GSE-backed securities покупалась на пенсионные деньги. Так, в 2007 г. эти бумаги в активах пенсионных и взаимных фондах, страховых компаниях оценивались в 1 750 млрд долл.

Бумаги системы Agency- and GSE-backed securities, в которой прибыль доставалась ее частным владельцам, а риски покрывало государство, были до определенного времени надежным и потому привлекательным инструментом для инвесторов. Но, с другой стороны, безна-

казанность владельцев системы за возможные убытки привела к тому, что они перестали придерживаться границ разумного риска в ипотечной политике, что послужило одной из главных причин нынешнего финансового кризиса.

В начале 80-х гг. прошлого века на фондовом рынке США появились кредитные организации, выпускающие ценные бумаги ABS (Asset-Backed Securities). Бумаги обеспечиваются пулами различных активов, важнейшими из которых являются ипотечные и потребительские кредиты. Так, в 2007 г. активы эмитентов бумаг ABS составили 4 221 млрд долл., из которых 69 % приходилось на ипотечные кредиты, 16 % – на потребительские кредиты и 9 % – на бумаги Agency- and GSE-backed securities.

В настоящее время эмитенты бумаг Agency- and GSE-backed securities и ABS сосредоточили в своих активах более половины всех закладных ипотечного рынка США.

Пенсионные реформы и сбережение в домашних хозяйствах США

Меры по стимулированию добровольных пенсионных сбережений породили в США бум частных пенсионных накоплений, величина которых выросла с 970 млрд долл. в 1980 г. до 17 077 млрд долл. в 2007 г., т. е. в 17,6 раза (табл. 3). В результате их доля в чистых финансовых активах домохозяйств¹ увеличилась с 19 % в 1980 г. до 55 % в 2007 г. Столь значительный рост пенсионных накоплений

Таблица 3

Баланс имущества домашних хозяйств и некоммерческих организаций США
в 1980–2007 гг., млрд долл.*

	1980	1990	2000	2005	2007
Активы	10 915	23 933	48 797	63 913	72 056
Реальные средства	4 360	9 359	15 802	24 385	26 651
Недвижимость	2 943	6 584	11 408	20 444	22 374
Финансовые средства	6 555	14 573	32 994	39 528	45 405
Депозиты	1 531	3 300	4 350	6 088	7 334
Инструменты кредитного рынка	520	1 745	2 229	3 466	4 058
Корпоративные акции	1 010	1 961	8 199	5 875	5 454
Паи во взаимных фондах	52	511	2 704	3 840	5 136
Страховые резервы	221	392	819	1 083	1 202
Пенсионные резервы	970	3 903	11 549	14 641	17 077
Страховые компании	172	570	1 526	2 197	2 527
Частные пенсионные фонды	524	1 658	4 508	5 335	5 855
Государственные пенсионные фонды	274	1 080	3 132	3 837	4 383
Личные пенсионные счета (без ЛПС в страховых компаниях)	0	595	2 383	3 271	4 312
Активы в некорпорированном бизнесе	2 156	3 039	4 736	6 642	7 892
Долговые обязательства	1 448	3 718	7 398	12 196	14 389
Ссуды под залог домов	926	2 504	4 818	8 871	10 530
Потребительский кредит	358	824	1 741	2 314	2 557
Чистые финансовые активы	5 107	10 855	25 596	27 332	31 016

* Таблица составлена и рассчитана на основе табл. L.225, L.225.i и B.100 из [3].

не сопровождался, однако, увеличением нормы сбережения ни в домохозяйствах, ни в корпорациях, ни в экономике в целом.

¹ В материалах [3] домашние хозяйства рассматриваются не отдельно, а в составе сектора «Домашние хозяйства и некоммерческие организации». Однако вес некоммерческих организаций незначителен по отношению к домохозяйствам. Нами для удобства используется краткое название этого сектора: «Домашние хозяйства» или «Домохозяйства». В валовое сбережение, валовые инвестиции и капитальные затраты домашних хозяйств ФРС включает покупки товаров длительного пользования.

В течение 1981–2007 гг. доли валового сбережения и валовых инвестиций домашних хозяйств в их валовых располагаемых доходах быстро уменьшались. Согласно табл. 4, норма валового сбережения (доля валового сбережения в валовых располагаемых доходах домохозяйств) снизилась в среднем с 20,1 % в 1976–1980 гг. до 13,6 % в 2001–2005 гг. К настоящему времени норма чистого сбережения в домохозяйствах упала почти до нулевого уровня, в 2005–2007 гг., например, она составляла в среднем 0,5 % [4].

В статистике ФРС [3] валовые инвестиции домашних хозяйств делятся на два вида: капитальные затраты и чистые финансовые инвестиции (см. табл. 4). Подавляющая часть капитальных затрат приходится на жилищное строительство и покупку товаров длительного пользования. Доля капитальных затрат в располагаемых доходах домохозяйств была довольно стабильна в 1971–2007 гг.

Зато резко снижались чистые финансовые инвестиции домохозяйств. За 1976–1980 гг. их сумма составила 515 млрд долл. (4,8 % ВВП), что было весьма существенным источником финансирования других секторов экономики. Однако со второй половины 80-х гг. чистые финансовые инвестиции домохозяйств стали быстро сокращаться, а с 1999 г. даже перешли в область отрицательных величин. Это означает, что последние десять лет сектор «Домохозяйства» живет в долг в том смысле, что его заимствования превышают по величине приобретаемые финансовые активы. В 2001–2005 гг., например, чистые финансовые инвестиции домашних хозяйств оценивались в –1 399 млрд долл.

Ниже показывается, что неудачи пенсионных реформ в стимулировании сбережения домашних хозяйств можно объяснить:

- эффектом замещения (другими словами, рост пенсионных накоплений обеспечивался за счет сокращения альтернативных видов сбережения);
- ростом кредитования населения;
- спекулятивным ростом рыночной стоимости активов домохозяйств, подрывавшим мотивацию населения к сбережению.

Таблица 4

Доходы, сбережение и долг домашних хозяйств США в 1976–2007 гг., млрд долл. *

	1976– 1980	1986– 1990	1996– 2000	2001– 2005	2006– 2007
Валовые располагаемые доходы	9 065	20 795	33 336	45 735	21 903
Валовое сбережение	1 822	3 844	5 246	6 217	2 580
Валовые инвестиции	1 944	4 381	4 872	6 001	2 479
Капитальные затраты	1 429	3 173	5 421	7 399	3 324
Чистые финансовые инвестиции	515	1 208	–549	–1 399	–845
Чистое приобретение финансовых средств	1 189	2 542	1 778	3 349	1 348
Депозиты	623	796	1 023	1 744	1 238
Инструменты кредитного рынка	179	773	61	464	552
Корпоративные акции	–50	–549	–1 453	–1 490	–1 755
Паи во взаимных фондах	–5	255	703	975	566
Пенсионные резервы	417	978	1 101	1 268	368
Активы в некорпорированном бизнесе	–71	28	–273	–161	–120
Чистый прирост долга	674	1 334	2 327	4 748	2 193
Ссуды под залог недвижимости	467	1 056	1 485	4 019	1 659
Потребительский кредит	151	213	573	573	243
<i>Справочно:</i>					
Переоценка активов в рыночных ценах	3 084	3 554	12 565	9 115	5 646
Реальные средства	1 405	1 467	2 702	6 656	1 164
Акции и паи во взаимных фондах	495	1 423	5 970	–531	2 064
Активы в некорпорированном бизнесе	1 099	523	1 543	2 222	1 370
Страховые и пенсионные резервы	86	241	2 349	769	1047

* Таблица составлена и рассчитана на основе табл. F.100 и R.100 из [3].

Эффект замещения особенно сильно проявился на сбережениях в корпоративных акциях, которые домохозяйства продавали в значительно больших объемах, чем покупали. Хотя продажа акций со стороны домохозяйств немного превышала их покупку и в 70-х гг., после начала пенсионных реформ разрыв (или чистая продажа акций) резко возрос. Если в 1976–1980 гг. чистая продажа акций составила в сумме 50 млрд долл., то в 2001–2005 гг. – 1 490 млрд долл. (см. табл. 4).

Далеко не все продаваемые домохозяйствами акции выкупались обратно корпорациями-эмитентами, их значительная часть приобреталась другими субъектами экономики и, в первую очередь, организациями, аккумулирующими пенсионные сбережения населения.

Наряду с корпоративными акциями в прямом владении (*directly held*) домохозяйств, о которых речь шла выше, в статистике ФРС США используется и другой показатель – акции в непрямом владении (*indirectly held*) домохозяйств. К таковым относятся акции, купленные пенсионными фондами, страховыми компаниями и взаимными фондами за счет привлеченных средств домохозяйств.

В 1980 г. стоимость корпоративных акций в прямой собственности домашних хозяйств оценивалась в 1 010 млрд долл., а в непрямой собственности – в 335 млрд долл. (табл. 5). Затем соотношение стало быстро меняться в пользу непрямого владения. К 2007 г. соответствующие величины были равны 5 454 и 11 412 млрд долл., причем в последней сумме примерно 8 500 млрд долл. приходилось на корпоративные акции, приобретенные за счет пенсионных средств домохозяйств. Как видно, рост пенсионных накоплений сводился в значительной мере к переводу корпоративных акций из прямой собственности домохозяйств в непрямую (через пенсионные накопления, в основном). Причиной изменения формы владения послужило, видимо, то, что после появления пенсионных программ с налоговыми льготами стало выгоднее владеть акциями не напрямую, а опосредованно, через пенсионные накопления в различных организациях.

Таблица 5

Корпоративные акции в экономике США в 1980–2007 гг.,
на конец года, млрд долл. *

	1980	1990	2000	2005	2007
Выпуск, в рыночных ценах	1 495	3 531	17 627	18 512	21 477
Нефинансовые корпорации	1 346	2 956	12 685	10 872	12 069
Финансовый сектор	130	378	3 089	4 322	4 602
Остальной мир **	19	198	1 853	3 318	4 806
Владение, в рыночных ценах	1 495	3 531	17 627	18 512	21 477
Домашние хозяйства	1 010	1 960	8 199	5 995	5 454
Страховые компании	46	82	892	1 162	1 491
Частные пенсионные фонды	232	606	1 971	2 417	2 766
Государственные пенсионные фонды	21	285	1 355	1 828	2 136
Взаимные фонды	42	233	3 227	4 176	5 477
Остальной мир ***	74	244	1 483	2 039	2 797
Акции в непрямом владении домашними хозяйствами	335	1 164	7 203	9 273	11 412
в страховых компаниях	18	58	883	1 140	1 467
в частных пенсионных фондах	237	622	2 867	3 466	4 009
в государственных пенсионных фондах	44	288	1 485	2 000	2 344
во взаимных фондах	36	196	1 968	2 666	3 593

* Таблица составлена на основе табл. L.213, B.100.e из [3].

** Чистые покупки зарубежных акций со стороны резидентов США.

*** Чистая покупка акций корпораций США со стороны зарубежных резидентов.

Эффект замещения наблюдался и в активах домохозяйств в некорпорированном бизнесе. С середины 90-х гг. чистые инвестиции домохозяйств в этот сектор экономики стали отрицательными. Это означает, что из сектора выводилась даже часть амортизационных средств, а его расширение осуществлялось за счет заемных средств. И здесь можно высказать гипотезу, что из-за налоговых льгот домохозяйства, как владельцы некорпорированного бизнеса, предпочитают сейчас размещать свои сбережения в пенсионных фондах, а для предпринимательских целей брать кредиты.

В последние годы более 70–75 % всего долга домашних хозяйств США приходится на ипотечные (под залог домов) ссуды (см. табл. 4). Рост ипотечной задолженности домохозяйств в последнее десятилетие резко ускорился: если за 1996–2000 гг. ипотечные ссуды составили 1 485 млрд долл. в чистом выражении, то за 2001–2005 гг. – уже 4 019 млрд долл. В какой-то мере расширение ипотечного рынка было связано с ростом цен на недвижимость после финансового кризиса. Так, за 2001–2005 гг. рыночная стоимость недвижимости домохозяйств² выросла на 7 245 млрд долл. или на 64 %, тогда как инвестиции в жилье составили 2 554 млрд долл. Спекулятивное удорожание недвижимости позволяло домохозяйствам брать все большие кредиты под ее залог, а это, в свою очередь, способствовало дальнейшему росту цен на недвижимость. Кредиты нередко выдавались даже безработным под залог их подорожавших домов. В такой ситуации кредиты не обеспечивались в полной мере залогом. Разраставшийся пузырь на рынке жилья должен был лопнуть при первых же неблагоприятных обстоятельствах (невозврат долгов, падение цен на недвижимость и т. п.), что и произошло в ходе нынешнего финансового кризиса в США.

Следует к тому же отметить, что в последнее десятилетие ипотечные кредиты, получаемые домохозяйствами США, превышают их жилищные инвестиции. Так, в 2001–2005 гг. ипотечные кредиты составили 4 019 млрд долл., а капитальные затраты домохозяйств в жилищном строительстве только 2 555 млрд долл. Поскольку капитальные затраты осуществлялись не только за счет заемных средств, то можно сделать вывод, что основная часть ипотечных кредитов шла на финансирование текущих потребительских расходов.

Как видно, если пенсионные накопительные реформы и способствовали увеличению сбережения со стороны некоторых групп населения США, то прирост сбережения использовался, большей частью, не для накопления, а для ипотечного кредитования потребительских расходов других групп населения.

Еще одной причиной снижения нормы сбережения в домохозяйствах было беспрецедентное удорожание их активов, которое сопутствовало пенсионным накопительным реформам. Особенно показателен предкризисный 1999 г., в течение которого рыночная стоимость чистого, т. е. с учетом долга, имущества домохозяйств выросла почти на 5 трлн долл. (или на 13,2 %), тогда как их сбережение составило только 159 млрд долл. Как видно, богатство домохозяйств росло само собой, почти без связи со сбережением. Хотя этот феномен был в своей основе спекулятивным, он продолжался почти два десятилетия. В результате у домохозяйств сформировались завышенные представления о росте их богатства, вследствие чего они не считали нужным сберегать и увеличивали потребление.

В определенной мере удорожание активов домохозяйств было связано с ростом цен на рынке недвижимости, о котором говорилось выше. Но еще более весомым фактором удорожания послужил ценовой бум на рынке корпоративных акций. За 1999 г., например, рыночная стоимость акций в собственности домохозяйств выросла на 28,4 %, тогда как их чистые инвестиции в эти бумаги были отрицательными (–157 млрд долл.). Переоценка рыночной стоимости акций составила 2 345 млрд долл. Эта величина возрастет примерно в полтора раза, если учесть удорожание корпоративных акций в непрямом владении домохозяйств.

Согласно табл. 5, в 2007 г. корпоративные акции во владении резидентов США оценивались в сумме 18 680 млрд долл. ($18\,680 = 21\,477 - 2\,797$), и структура их распределения среди собственников выглядела следующим образом:

- в прямом владении домохозяйств – 29 % (в 1980 г. – 71 %);
- в непрямом владении домохозяйств – 61 % (в 1980 г. – 24 %), в том числе около 46 % через пенсионные накопления в различных организациях (в 1980 г. – ок. 24 %);
- во владении различных организаций – 10 % (в 1980 г. – 5 %).

² В последние годы реальные средства домашних хозяйств примерно на 90 % состоят из недвижимости.

Итак, ныне почти половина акций во владении резидентов США куплена на пенсионные деньги. Представляется довольно очевидным, что наиболее богатые домохозяйства (представители крупного капитала) не держат значительных средств в пенсионных фондах. Следовательно, основная часть пенсионных накоплений принадлежит ныне среднему классу и другим лицам наемного труда, участвующим в накопительных пенсионных программах. Именно эти группы населения США превратились за годы пенсионных реформ в важнейшего собственника (пусть и непрямого) в американском корпоративном бизнесе. Перед началом пенсионных реформ сильно преобладало прямое владение корпоративными акциями, и, скорее всего, их основная часть принадлежала тогда крупному капиталу. Во всяком случае, ныне не физические лица, а организации, аккумулирующие пенсионные накопления, играют ключевую роль на собраниях акционеров, определяющих экономическую политику корпораций.

Дивидендная политика и сбережение корпораций США

За годы пенсионных накопительных реформ существенно упало сбережение корпораций. Одна из причин тому – резко возросшие дивидендные выплаты акционерам и, как следствие, соразмерное уменьшение нераспределенной прибыли корпораций³. Если в 1976–1980 гг. дивиденды в прибыли (после выплаты налогов) корпораций составляли в среднем 35 %, то в 1981–1985 гг. – 57 %, а в 2001–2005 гг. – 74 % (табл. 6).

Кроме того, в годы пенсионных реформ обратный выкуп акций со стороны нефинансовых корпораций превышал, как правило, эмиссию новых акций, т. е. чистая эмиссия акций была отрицательной величиной (см. табл. 6). Обратный выкуп акций, по сути, немногим отличается от выплаты дивидендов⁴. Во многие годы сумма выплаченных дивидендов и чистого выкупа акций⁵ заметно превышала прибыль корпораций, и потому капитальные затраты даже на уровне возмещения потребленного капитала были невозможны без привлечения заемного капитала. В чистом выражении на рынке корпоративных акций имел место не приток денег в нефинансовые корпорации, а их отток из этого сектора.

И дивидендные выплаты, и обратный выкуп акций стали расти после начала накопительных пенсионных реформ. Вероятно, тому способствовали заложенные в реформах налоговые льготы для пенсионных накоплений. В США существуют налоги как на дивиденды, так и на нераспределенную прибыль (точнее, налог на прирост имущества корпораций), причем ставка второго налога существенно меньше. Поэтому до начала 80-х гг. прошлого века акционерам было выгоднее оставлять основную часть полученной прибыли корпорациям в виде нераспределенной прибыли. После пенсионных реформ дивиденды на пенсионные накопления населения в новых пенсионных программах (планы типа 401(k), ЛПС, пенсионные аннуитеты) перестали облагаться налогом, и для пенсионных организаций доход в виде дивидендов стал более привлекательным, чем неявный доход в виде нераспределенной прибыли. По настоянию пенсионных организаций, являющихся весьма влиятельными акционерами (как указывалось выше, ныне им принадлежит почти половина корпоративных акций), и произошли, вероятно, перемены в дивидендной политике корпораций.

В литературе удорожание рыночной стоимости акций обычно объясняется появлением многочисленных финансовых пирамид в высокотехнологическом секторе экономики США. Но, вероятно, определенную роль здесь сыграл и рост дивидендных выплат во время пенсионных реформ. Это повышало текущую доходность акций и, стало быть, способствовало росту их рыночной стоимости.

³ Нераспределенная прибыль корпорации увеличивает доход ее акционеров в скрытой форме, поскольку способствует увеличению рыночной стоимости корпорации, в результате чего растут в цене ее акции и, следовательно, богатство акционеров.

⁴ В США закон позволяет Департаменту налоговых сборов трактовать выкуп акций фирмой как выплату дивидендов [8].

⁵ Чистый выкуп акций определяется как их чистая эмиссия с отрицательным знаком.

Таблица 6

Инвестиции и имущество нефинансового корпорированного бизнеса * США
в 1976–2007 гг., млрд долл. **

	1976– 1980	1986– 1990	1996– 2000	2001– 2005	2006– 2007
Прибыль после выплаты налогов	540	620	1 465	1 869	1 480
Чистые дивиденды	176	451	1 123	1 347	932
Валовые инвестиции	745	1 529	3 906	4 385	2 020
Капитальные затраты	1 072	1 954	3 953	4 030	2 066
Чистые финансовые инвестиции	–328	–425	–48	355	–46
Чистое приобретение финансовых активов	597	1 013	3 476	2 152	1 656
Чистый прирост долга	924	1 438	3 523	1 798	1 702
Чистая эмиссия акций	16	–477	–569	–622	–1 456
На конец периода					
Имущество	5 105	9 683	19 016	23 731	28 207
Реальные средства	3 662	6 108	9 243	11 801	14 557
Финансовые активы	1 443	3 575	9 772	11 930	13 650
Долговые обязательства	2 011	4 729	9 611	11 179	12 451
Чистое имущество	3 094	4 954	9 405	12 552	15 756
Эмиссия акций	1 346	2 956	12 685	10 873	12 069
Эмиссия акций / чистое имущество, %	43,5	59,7	134,9	86,6	76,6

* Без фермерских хозяйств.

** Таблица составлена и рассчитана на основе табл. F.102, B.102 из [3].

Следует отметить, что в конце 70-х гг. прошлого века чистое имущество нефинансовых корпораций США более чем в два раза превышало рыночную стоимость выпущенных ими акций (см. табл. 6). Заниженный курс корпоративных акций (в состоянии равновесия обе величины должны быть примерно равны) содержал в себе скрытый потенциал для удорожания акций в дальнейшем. В 80–90-х гг. рыночная стоимость корпоративных акций росла с опережающими темпами и в 1999 г. уже в 1,84 раза превышала чистое имущество корпораций. Это привело к финансовому кризису, в результате которого рыночный курс корпоративных акций снизился, и в 2001–2005 гг. расхождение между чистым имуществом нефинансовых корпораций и стоимостью выпущенных ими акций было небольшим.

Список литературы

1. *Barr N.* The Truth About Pension Reform // Finance & Development. IMF. September 2001. Vol. 38. No. 3.
2. *Orszag P. R., Stiglitz J. E.* Rethinking Pension Reform: Ten Myths About Social Security Systems. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.worldbank.org/knowledge/chiefecon/conferen/papers/rethinking.pdf>.
3. *Board of Governors of the Federal Reserve System*, «Federal Reserve Statistical Release, Z.1, Flow of Funds Accounts of the United States». [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.federalreserve.gov/release/z1/current/data.pdf>.
4. *U. S. Department of Commerce. Bureau of Economic Analysis.* Integrated Macroeconomic Accounts for the United States. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.bea.gov/national/Index.htm>.
5. *ICI Research Fundamentals.* The U. S. Retirement Market. 2007. July 2008. Vol. 17. No. 3. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.ici.org/>.
6. *ICI Research Fundamentals.* The U. S. Retirement Market, First Quarter 2008. July 2008. Vol. 17. No. 3-Q1. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.ici.org/>.

7. 2008. Investment Company Fact Book. 48th Edition. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.ici.org/>.

8. *Аткинсон Э. Б., Стиглиц Д. Э.* Лекции по экономической теории государственного сектора. М.: Аспект Пресс, 1995. 832 с.

Материал поступил в редколлегию 29.10.2008

N. P. Dementiev

**FUNDED PENSION SYSTEM REFORMS, FINANCIAL MARKETS
AND SAVING IN THE U.S. ECONOMY**

This paper presents an overview of U.S. pension reforms of 1980s and 1990s, their objectives and current results. The current state of private pension funds is considered. Particular attention is paid to the failure of pension reforms to increase total saving in the economy. Nevertheless the concentration of increased pension fund reserves in corporate bonds and equities have had a significant effect on structure of financial.

Keywords: funded pension systems, reform, households, saving, pension funds, financial markets, equities, bonds, mortgage.